

# Sistemas Financeiros e Securitização: Implicações para a Política Monetária

GUILHERME B. S. MAIA\*

---

**RESUMO** Nos últimos anos, ampliou-se a percepção de que as instituições financeiras têm sistematicamente aprofundado a captação de recursos por meio dos mercados de capitais – evitando a intermediação bancária e os custos a ela associados – em um movimento de reestruturação financeira que se convencionou chamar de securitização. Simultaneamente, as pesquisas sobre a política monetária têm se voltado para a análise do papel exercido pelo crédito como mecanismo de transmissão. O objetivo deste artigo é explorar, com base no atual estado da arte, em que medida o recente processo de reestruturação financeira pode, ao modificar a importância do crédito bancário como forma de captação de recursos, influenciar a política monetária.

**ABSTRACT** *Over the last years it became clear that financial institutions have increasingly turned to capital markets to obtain their funding, avoiding the costs of banking intermediation, in a process called securitization. At the same time, the research on monetary policy has been focusing on the credit channel as a mechanism of monetary policy transmission. The aim of this paper is to explore, based on the present state of research, how this financial process of avoiding the banking intermediation can affect the monetary policy.*

---

\* Economista do BNDES, professor adjunto do mestrado em Economia Empresarial (UCAM) e doutor em Economia (IE/UFRJ).

O autor se beneficiou dos comentários de dois pareceristas anônimos, que contribuíram para a melhoria da versão final deste trabalho. Evidentemente, os erros porventura remanescentes são de inteira responsabilidade do autor.

## 1. Introdução

A ordem estabelecida no acordo de Bretton Woods foi a última tentativa de instituir normas gerais sistêmicas de organização do sistema financeiro internacional. Além de criar instituições multilaterais (FMI, BIRD etc.) que, até hoje, se destacam em termos globais, estabeleceu um sistema cambial<sup>1</sup> que permitia uma relativa previsibilidade nas taxas de câmbio e, conseqüentemente, uma estabilidade nos fluxos comerciais e de capitais. Por outro lado, a utilização do dólar norte-americano como pilar do sistema repercutiu na estruturação dos sistemas financeiros nacionais e teve diversas conseqüências que permanecem até os dias atuais.

Em decorrência do acordo e dos elevados déficits norte-americanos,<sup>2</sup> criou-se na Europa um fundo de bilhões de dólares que, ao fim da década de 1950, deu origem ao mercado de eurodólares. Ao operar em dólar, os bancos centrais da Europa preferiam aplicar parte de suas reservas no mercado europeu, dado que a legislação norte-americana restringia o pagamento de juros sobre os depósitos internos. O mercado de eurodólares foi o primeiro dos mercados *offshore* (divisas transacionadas fora de seu país de origem) a assumir um papel destacado na expansão da liquidez internacional. Por não estarem sujeitos à supervisão de nenhuma autoridade monetária, os mercados de divisas *offshore* funcionariam próximos a economias de crédito puro, expandindo e contraindo o crédito, de acordo com a sinalização da taxa de juros.

Neste sentido, o euromercado foi o embrião do processo de globalização financeira. Com o tempo, a gradual remoção dos controles de capitais, a maior rapidez na obtenção e processamento de informações e a desregulamentação dos mercados financeiros nacionais facilitaram a contratação de empréstimos entre os países, processo que resultou em uma integração dos mercados financeiros e num grau de mobilidade de capitais sem precedentes.<sup>3</sup>

1 O sistema estabeleceu taxas de câmbio fixas em relação ao dólar norte-americano que, por sua vez, mantinha-se no padrão-ouro. Vale ressaltar que, embora fixas, as taxas de câmbio eram reajustáveis, dando ao sistema certa flexibilidade cambial de acordo com os resultados do balanço de pagamentos.

2 Durante décadas, os sucessivos déficits de balanço de pagamentos norte-americanos proveram as necessidades de liquidez internacional; contudo, como notabilizou Triffin (1960), a própria existência dos déficits acabou por minar a confiança dos agentes econômicos no acordo como forma de organização do sistema monetário internacional.

3 O progresso tecnológico no processamento de informações influenciou diretamente a atividade financeira, permitindo a operação simultânea em vários mercados e possibilitando a administração de várias formas de contratos, especialmente nos mercados de derivativos. A interligação global dos mercados e seu potencial especulativo levaram a crescentes preocupações de caráter

A crescente ampliação do fluxo de capitais, em especial na última década, também acarretou novos problemas. Com o fim do sistema de Bretton Woods e a gradual generalização do sistema de taxas de câmbio flexíveis, houve uma elevação da instabilidade. Como é notório, se os ativos financeiros apresentam o mesmo nível de risco, os principais condicionantes dos fluxos de capitais de curto prazo são dados pelos diferenciais entre as taxas de juros e pela taxa de variação cambial esperada. A condição anterior é conhecida na literatura como *condição de paridade de juros* e pode ser representada pela expressão  $r_a = r_b + \tilde{e}^e$ , isto é, se os ativos financeiros são perfeitamente substituíveis, o diferencial entre as taxas de juros dos países ( $r_a - r_b$ ) reflete apenas a variação esperada na taxa de câmbio ( $\tilde{e}^e$ ).

Essa abordagem destaca o papel das expectativas dos agentes econômicos e, conseqüentemente, relativiza o papel dos fundamentos macroeconômicos na explicação das crises cambiais. Nos modelos de bolha neoclássicos, por exemplo, esses fundamentos são importantes para determinar as variáveis-chave que afetam as expectativas dos agentes econômicos. Contudo, esses mesmos modelos admitem que, estando os fundamentos corretos, há possibilidade de crises cambiais em decorrência de expectativas auto-realizáveis. Nesses casos, potencializa-se a instabilidade da taxa de câmbio, da taxa de juros e dos preços por meio da criação de um ambiente de elevada incerteza, prejudicando a operação dos mercados financeiros.<sup>4</sup>

---

regulatório que culminaram nos acordos da Basiléia, ratificados pelos representantes das principais economias do mundo. Entre as principais recomendações, destacam-se a constituição de coeficientes de capital proporcionais aos ativos ponderados pelo seu risco, inspeções regulatórias e a disciplina de mercado. Para um aprofundamento da questão ver Castro (2007).

- 4 Os modelos neoclássicos de bolha são um bom exemplo desse tipo de abordagem. Suponha que indivíduos indiferentes ao risco arbitram entre um ativo sem risco e ações. No equilíbrio, deve-se esperar que a taxa de retorno esperada da ação – dividendos mais as expectativas do ganho de capital – seja igual à taxa de retorno do ativo sem risco ( $r$ ), por hipótese considerada constante. Se os agentes são racionais, no sentido que tomam suas decisões com base em todas as informações disponíveis e não cometem erros sistemáticos de avaliação, a condição de equilíbrio pode ser expressa por:

$$(E[p_{t+1}/I_t] - p_t)/p_t + d/p_t = r, \text{ ou } p_t = aE[p_{t+1}/I_t] + ad,$$

Onde o preço da ação hoje ( $p_t$ ) é função do preço esperado da ação – a esperança matemática  $E[p_{t+1}/I_t]$  dado o conjunto de informações  $I_t$  – e dos dividendos. Se os agentes ajustam suas expectativas à obtenção de informações de forma que, na média, os desvios sejam zero (“lei das expectativas iterativas”), as expectativas futuras sobre o preço das ações são iguais às expectativas atuais. Aplicando essa condição à equação de arbitragem, é possível chegar a uma solução desde que os dividendos não cresçam mais rapidamente que a taxa de juros. A solução – conhecida como solução fundamental – é tal que o preço da ação é igual ao valor presente dos dividendos futuros esperados. Se, no entanto, a restrição de que as expectativas sobre o preço das ações não cresçam exponencialmente não for respeitada, o modelo passa a admitir múltiplas soluções. Neste caso, os indivíduos estarão dispostos a pagar preços maiores do que o preço correspondente ao valor futuro dos dividendos, simplesmente porque esperam que no futuro o preço seja maior, garantindo-lhes ganhos de capital. Cada um compra na expectativa que o preço suba mais ainda e, portanto, a ação possa ser revendida a um preço superior. Todos os outros agentes compram as ações pela mesma razão, gerando uma “auto-alimentação” das expectativas, que se convencionou chamar bolha

O aumento do grau de incerteza acarretou, do ponto de vista dos produtos financeiros, uma inovação particularmente relevante. A volatilidade das principais variáveis (taxas de juros, taxa de câmbio etc.) demandou o desenvolvimento de operações de *hedge* sob a forma de derivativos (futuros, opções e *swaps*) que buscavam oferecer proteção para a intensa flutuação de valores. A principal característica dos mercados de derivativos é possibilitar a negociação dos riscos envolvidos de uma forma segmentada, em que cada parte contratante seleciona os riscos que julgue capaz de administrar. As instituições financeiras passaram à administração ativa de riscos por intermédio de modelos e acompanhamento constante do perfil de risco assumido.<sup>5</sup>

A generalização do uso de derivativos, embora com origem distinta do processo de globalização financeira, contribuiu para a ampliação do fluxo de capitais entre as nações, ao permitir a diluição dos riscos cambiais. A expansão do mercado de derivativos facilitou a integração entre os mercados monetários, de câmbio e de capitais. No entanto, se, por um lado, os derivativos permitiram a coordenação das expectativas e uma melhor convivência com a volatilidade das variáveis financeiras, por outro, a busca de ganhos de arbitragem e a elevada alavancagem nesses mercados<sup>6</sup> podem, potencialmente, exacerbar a volatilidade do preço dos ativos e incrementar os riscos sistêmicos. Os derivativos funcionam como pontes, e a existência de mercados de balcão – com suas operações *tailor made* – multiplicou essas conexões que, anteriormente, só existiam para produtos financeiros padronizados. São justamente essas ligações que ampliam as possibilidades de contágio, pois eventos negativos em um determinado mercado podem alastrar-se para outros segmentos financeiros quando há necessidade de liquidar posições antecipadamente para cobrir prejuízos ocorridos em outros segmentos.

Neste ambiente de intensa mudança, uma transformação nos sistemas financeiros tem ganhado especial destaque. A obtenção de recursos anteriormente realizada nos mercados de crédito, em especial por meio de empréstimos bancários, tem gradualmente perdido espaço para a captação pela emissão de papéis (*securities*) vendidos diretamente ao mercado em

---

*especulativa. Formalmente o modelo passa a ter como soluções  $p_t = p_t^* + b_t$ , onde  $p_t^*$  é a solução fundamental e  $b_t$  são as bolhas. Blanchard & Fischer (1989, p. 226) sintetizam a racionalidade das bolhas: "Assets are bought only on the anticipation that they can be resold at a higher price to somebody else who will buy them for the same reason".*

5 Para uma visão geral dos derivativos e sua aplicação ver Aranovich e Pereira (2003).

6 Um exemplo clássico deste potencial de alavancagem está na crise do Long Term Capital Management (LTCM), fundo de *hedge* que contava com diretores laureados com o Nobel de Economia. Segundo o relatório oficial President's Working Group on Financial Markets (1999, p. 29), de 1999, o valor das posições em mercados futuros, opções, *swaps* e outros derivativos atingia o valor nominal de cerca de US\$ 1,5 trilhão, com uma alavancagem de 28 para 1.

um processo conhecido como *securitização*. De uma forma mais precisa, esse processo financeiro pode ser dividido em dois tipos distintos: a) a *securitização primária*, que corresponde exatamente à transformação das obrigações financeiras anteriormente referida; e b) a *securitização secundária*, que representa os processos nos quais as obrigações inicialmente geradas na forma de crédito bancário são transformadas em papéis negociáveis no mercado de capitais e repassadas aos detentores finais.<sup>7</sup>

Todas essas modificações trouxeram à baila uma série de indagações. Até que ponto seria lícito supor que o sistema financeiro internacional estaria se aproximando de uma economia internacional de endividamento, em que a taxa de câmbio não refletisse mais os fundamentos macroeconômicos e sim as diferenças entre as taxas de juros cobertas dos países? Em que medida o desenvolvimento dos mercados internacionais de capitais, simbolizado pela generalização do lançamento de *commercial papers* (papéis de curto prazo emitidos por instituições não-financeiras), estaria apontando para um processo irreversível de desintermediação financeira? Quais as conseqüências para o financiamento do desenvolvimento econômico? Quais as implicações desse processo para o papel das autoridades monetárias e, especificamente, para a condução da política monetária? Quais as implicações em termos do aparato regulatório?

Este artigo busca explorar uma questão específica neste contexto: determinar quais as possíveis repercussões do processo de desintermediação financeira para a política monetária. Para tanto, organiza-se, além desta introdução, em quatro seções. Na primeira seção busca-se, com base nas evidências empíricas da literatura recente, avaliar em que medida os últimos desenvolvimentos nos mercados financeiros transformaram as economias nacionais aproximando-as do padrão de financiamento baseado no mercado de capitais. Na segunda seção, analisam-se os mecanismos de transmissão da política monetária ligados ao crédito. Na terceira seção, avaliam-se as implicações da securitização para a política monetária. Por fim, a última seção sistematiza as principais conclusões e tece alguns comentários finais.

<sup>7</sup> A origem deste processo remonta ao início da década de 1980, mais especificamente à crise bancária oriunda do descasamento das taxas de juros de curto e longo prazo determinado pela política monetária antiinflacionária do Federal Reserve, comandada por Paul Volcker. A forte elevação das taxas de juros básicas norte-americanas levou a uma crise sem precedentes e ao default da dívida de países em desenvolvimento como o Brasil e o México. A escassez de crédito oriunda da preferência pela liquidez bancária fomentou o desenvolvimento acelerado do mercado de títulos que, neste momento, passou ser a principal alternativa de captação de recursos, deslocando o segmento da oferta de crédito das grandes empresas. A crise é vista como o marco inicial do fenômeno da securitização.

## 2. Sistemas Financeiros e Securitização

O setor financeiro sempre se destacou pelo papel-chave que exerce no processo de desenvolvimento econômico. A teoria costuma destacar seu papel como intermediário na alocação de recursos entre as unidades deficitárias e as unidades superavitárias.

Tradicionalmente, há uma distinção clássica entre os sistemas financeiros regidos por economias de crédito (nas quais prevalece a intermediação financeira) e aqueles em que há grande participação dos mercados de capitais (as relações desintermediadas). Em geral, os primeiros são associados às economias subdesenvolvidas, enquanto os últimos estão ligados às economias desenvolvidas.

O sistema de crédito é aquele no qual os bancos intermedeiam permanentemente a captação de poupanças, disponibilizando esses recursos aos investidores. Note que, ao ficar entre ofertantes e demandantes de recursos de forma perene, os bancos estarão assumindo a obrigação de remunerar seus passivos bem como o risco associado ao *default* de seus ativos. Já no sistema de mercado de capitais, o intermediário opera apenas temporariamente entre os fornecedores e os tomadores de recursos, organizando e otimizando o processo de captação. Nesse sistema, após auferir sua comissão, as instituições financeiras intermediárias se afastam do processo, deixando obrigações e riscos por conta dos agentes envolvidos na transação.

Ambos os sistemas apresentam vantagens e desvantagens. Por exemplo, no financiamento via mercado de capitais, o maior número de indivíduos envolvidos na operação pode gerar um maior monitoramento das atividades da firma. Um grande número de interessados pode coletar e analisar as informações que acabarão por refletir-se no mercado por meio de preços que servirão de sinal aos futuros investidores. A maior transparência garantiria, a princípio, uma maior eficiência na alocação de recursos. Essa vantagem seria potencializada em mercados oligopolistas, nos quais o grande número de investidores/“controladores” contrabalançaria a assimetria de informações típica dessas estruturas de mercado.

Por outro lado, a mesma questão poderia ser vista por um prisma bastante distinto. No sistema de crédito, os bancos, ao centralizar as operações, poderiam auferir economias de escala na obtenção e processamento de informações, dando uma solução eficiente para as operações em que a relação custo/benefício associada ao monitoramento do crédito fosse muito alta.

Neste sentido, um especialista de crédito é muito mais eficiente no acompanhamento de várias firmas do que vários pequenos investidores leigos.<sup>8</sup> Como pode ser visto, a questão relacionada a qual dos sistemas é superior estaria associada à existência de critérios consensuais de comparação que, obviamente, estão longe de existir.

No mundo real, observa-se a coexistência das formas de financiamento direto e indireto em quase todas as economias, e a importância relativa de cada padrão de financiamento costuma mudar de acordo com o estágio de desenvolvimento econômico. Uma questão importante é saber em que medida a atual arquitetura do sistema financeiro mundial é compatível com esta dicotomia clássica.

Scholtens (1997) investigou essa questão, utilizando dois grupos de economias usualmente associadas ao padrão de crédito (Alemanha e Japão) e ao de mercado de capitais (Reino Unido e EUA). Seu argumento fundamenta-se na análise de alguns fatos estilizados sobre estes padrões de financiamento, quais sejam:

- 1) Os bancos desempenham um papel muito mais importante nas economias de crédito (ECR).
- 2) Os bancos nas economias de mercado de capitais (EMC) emprestam apenas a curto prazo, enquanto nas ECR operam a curto e longo prazo.
- 3) A competição e interação entre os bancos e os mercados financeiros são bem maiores nas EMC do que nas ECR.
- 4) Os mercados de títulos e os investidores institucionais são pouco desenvolvidos nas ECR.
- 5) Os mercados futuro e de opções são pouco líquidos nas ECR em contraste com as EMC.
- 6) Nas ECR a governança corporativa é estruturada por relações de longo prazo. Nas EMC as relações são menos sólidas.
- 7) O nível de endividamento é muito maior nas ECR.

Dos sete pontos, nota-se que há quatro fatores a serem destacados na distinção entre as ECR e as EMC, que dizem respeito à natureza dos mercados financeiros, suas instituições, seu aparato regulatório e, por fim, à aplica-

---

8 Para um aprofundamento da questão ver Scholtens (1997).

ção dos recursos privados. Assim, o autor realizou uma avaliação nos quatro países tomando como base: a) o nível de desenvolvimento dos mercados financeiros; b) o grau de competitividade do sistema financeiro; c) o papel desempenhado pelos investidores relativamente aos bancos; d) o destaque do mercado de ações; e e) a flexibilidade e extensão da regulação financeira.

A análise empírica levou Scholtens (1997) a confirmar as afirmativas 4 e 6 e rejeitar as afirmativas 1,2,3,5 e 7. A dicotomia é confirmada pelo fato de que a participação de ações ordinárias nos balanços das firmas e na carteira dos indivíduos, bem como o controle corporativo – a participação dos bancos e firmas *vis-à-vis* a de investidores institucionais –, é muito maior na Alemanha e no Japão do que no Reino Unido e nos EUA. Todas as outras hipóteses não são confirmadas pelas evidências. Isso implica que a dicotomia clássica entre economias de crédito e mercado de capitais não fica integralmente caracterizada.

De fato, as principais diferenças entre estes sistemas financeiros dizem respeito à distribuição de ativos entre os intermediários financeiros. Os ativos financeiros têm uma participação muito maior nos bancos japoneses e alemães do que nos bancos ingleses e norte-americanos. Em contrapartida, a participação em fundos de pensão é muito maior nos países de língua inglesa.

A conclusão do autor é que os sistemas financeiros de cada um dos países em questão foram resultado de combinação singular de componentes culturais, históricos e institucionais, e que suas semelhanças e diferenças não são redutíveis a uma simples dicotomia.

Borio (1995), analisando a composição do crédito entre empréstimos e títulos para um grupo de economias entre 1983 e 1993, concluiu que, embora a razão entre o crédito total e o PIB tenha crescido rapidamente para todos os países, os de origem anglo-saxã apresentavam uma participação maior de títulos no endividamento total. Seus resultados podem ser visualizados na Tabela 1.

O ponto a ser destacado é que, a despeito do crédito intermediado permanecer como a principal fonte de recursos das empresas, a captação por títulos avançou significativamente em quase todos os países analisados. Só para citar as principais variações, observa-se que, naquele período, a participação do crédito desintermediado no Japão elevou-se em 250%, passando de 4% para 10% do total do crédito. Já na Inglaterra, a variação foi ainda mais impressionante, com a captação por títulos passando de 3% para 19% do total.



TABELA 1

**Empréstimos e Títulos – Países Selecionados**

(Em % do Crédito Total)

	1983		1993	
	EMPRÉSTIMOS	TÍTULOS	EMPRÉSTIMOS	TÍTULOS
EUA	83	17	80	20
Canadá	83	17	83	17
Reino Unido	97	3	81	19
Alemanha	98	2	94	6
França	92	8	85	15
Itália	93	7	95	5
Japão	96	4	90	10

Fonte: *Borio (1995, p. 16)*.

Kashyap & Stein (1994), ao analisarem a evolução do crédito de curto prazo (empréstimos bancários, empréstimos de instituições financeiras e emissão de *commercial papers*) nos EUA no período de 1977–1991, chegaram a uma conclusão similar. Vale ressaltar que, embora a emissão de *commercial papers* tenha crescido percentualmente muito neste período, os empréstimos dos bancos comerciais permaneceram sendo a principal fonte de recursos, correspondendo a cerca de 68% do total. Mesmo considerando que houve uma queda relativa – os empréstimos bancários correspondiam a 78% do total em 1977 –, os autores avaliam que seria prematuro afirmar que o crescimento de outras formas de captação teria diminuído a importância do setor bancário tradicional.

Assim, diferentes autores apontaram para a desintermediação como um processo ainda em andamento no mundo desenvolvido, mantendo-se a relevância do crédito intermediado. Há vários motivos para que este seja um processo lento. Os mercados de capitais são, em geral, formas mais baratas de captação, mas demandam o estabelecimento de uma série de requisitos para que possam desenvolver-se adequadamente. Para que se possa dispensar a intermediação, as características da transação devem ser homogêneas a fim de permitirem o funcionamento de um mercado secundário para as obrigações, sem o quê, haveria perda em liquidez e, portanto, em atratividade.

Os agentes envolvidos no processo também necessitam de um maior grau de sofisticação. Isto porque o tomador de recursos deve ser capaz de elaborar as informações necessárias à emissão do título de forma crível, o que pressupõe a adoção de técnicas financeiras e contábeis padronizadas e confiáveis. Portanto, as firmas têm de estar dispostas a ser transparentes, disponibilizando

todas as informações demandadas, de forma a permitir aos potenciais compradores avaliação correta dos riscos envolvidos naquele papel. Simultaneamente, os detentores dos recursos financeiros devem estar habilitados a processar e avaliar essas informações, bem como ser capazes de conviver com as especificidades desse tipo de ativo, tais como a flutuação do seu valor.

Vale ressaltar que a *tradicional dicotomia entre mercados de crédito e de capitais perdeu, ao longo da última década, parte de sua relevância*. Isto porque o crescimento da securitização de ativos foi se disseminando pelas instituições bancárias como um instrumento para a administração de seus balanços. Tais instrumentos financeiros, chamados de produtos financeiros estruturados, viabilizavam a constituição de um amplo mercado secundário para os empréstimos bancários. O uso das transações não registradas em balanço, pela transferência de parte das carteiras de empréstimos aos SIVs (*Structured Investment Vehicles*), dispensava os requerimentos de capital associados a esses ativos. Dito de outra forma, as instituições bancárias transferiram parte de suas carteiras de crédito para os referidos produtos, normalmente em paraísos fiscais, como meio de reduzir as exigências de capital e liberar recursos para novos negócios. Simultaneamente, os bancos menores transferiram suas operações de crédito dos mercados locais para seguradoras e fundos de *hedge*, também como uma forma de reduzir sua exposição ao risco. Esse processo possibilitou uma diminuição de custos para todos os tomadores de recursos envolvidos porque, em geral, os *spreads* são menores dadas as menores limitações regulatórias.

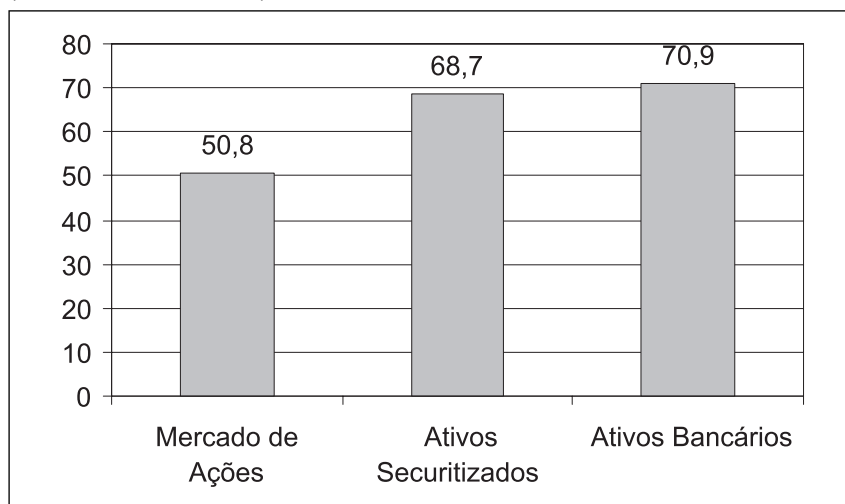
O crescimento dos ativos securitizados ao longo dos últimos anos foi de fato impressionante. Segundo os dados do Federal Deposit Insurance Corporation norte-americano, as emissões de títulos securitizados aumentaram em cerca de 170% entre os anos de 2000 e 2005, ano no qual atingiram um montante de US\$ 2,7 trilhões. Já o relatório do European Securitization Forum registra uma elevação de 478% com as emissões passando de € 78,2 bilhões em 2000 para cerca de € 473 bilhões em 2007. Segundo Scatigna & Tovar (2007), a despeito de seus valores bem mais modestos, também se observou um vigoroso crescimento (230%) das emissões na América Latina, atingindo um total de aproximadamente US\$ 16 bilhões em 2006. Vale ressaltar que Brasil (US\$ 5,3 bilhões) e México (6,5 bilhões) representaram quase 75% do mercado latino-americano. A Figura 1 mostra os dados consolidados em termos mundiais que permitem visualizar a crescente importância dos ativos securitizados (36% do total) relativamente às captações via mercado de ações e crédito bancário.

Embora quaisquer ativos possam, a princípio, ser securitizados (recebíveis de faturas de cartões de crédito, de mensalidades escolares etc.), o mercado

FIGURA 1

**Volume de Recursos por Mercados**

(Em US\$ Trilhões de 2006)



Fonte: IMF Financial Report, 2008.

mais desenvolvido corresponde aos títulos emitidos tendo por lastro hipotecas (Mortgages-Backed Securities). No início dos anos 1980, a Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) e a Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) utilizaram a estratégia de atingir um número maior de compradores, agrupando diferentes hipotecas e classificando-as pelo risco, o que originou diferentes tipos de *collateralized debt obligations*. Vale destacar que o processo de securitização de ativos, ao permitir as instituições escapar das limitações regulatórias, reduziu a capacidade dos órgãos reguladores de supervisionar o sistema financeiro como um todo. Assim, a maior maturidade desses mercados não os livrou de serem a raiz da atual crise americana.<sup>9</sup>

9 A crise das hipotecas subprime surgiu com base em empréstimos concedidos a famílias de baixa renda, sem comprovação de rendimentos e sem histórico de crédito. Tais operações não contam com garantia governamental da Federal Housing Administration (leia-se Freddie Mac e Fannie Mae) e eram operações híbridas, que combinavam juros fixos e juros flutuantes, para se adequarem à capacidade de pagamento deste público. Nas hipotecas tradicionais, o banco avalia o imóvel, faz a verificação da renda, para então conceder o empréstimo, permanecendo com o risco de default. No caso das subprimes, surge a figura do avaliador independente, do corretor e das agências de rating. Aparentemente, os colaterais das operações foram sobreavaliados e os riscos envolvidos subestimados, o que potencializou a crise. Para uma avaliação da crise, ver Torres Filho (2008) e Torres Filho & Borça Jr. (2008).

Antes de se avaliarem os possíveis impactos de um aprofundamento do processo de securitização sobre a política monetária, é necessário que se discuta em que medida esta é afetada pelo o sistema de crédito. Este é o objetivo da próxima seção.

### 3. O Crédito como Canal de Transmissão da Política Monetária

Há muito que a relação entre a oferta de moeda e o nível de produto é objeto de interesse da teoria econômica. Para Keynes, na Teoria Geral, os gastos de investimento estão, para um dado estado das expectativas, relacionados a duas variáveis: a eficiência marginal do capital – que representa a taxa dos rendimentos esperados do ativo de capital – e a taxa de juros que, por sua vez, representa o prêmio de liquidez. Alterações na taxa de juros provocadas por variações na oferta de moeda, dada a preferência pela liquidez, ocasionarão uma mudança na atratividade dos ativos de capital relativamente aos ativos líquidos. Desta forma, uma diminuição da taxa de juros reduz o prêmio de liquidez, tornando os ativos de capital mais atrativos, isto é, elevando a demanda por investimento.

Na versão tradicional do modelo IS/LM, pressupõe-se que a autoridade monetária tem controle total da oferta de moeda e que os agentes distribuem sua riqueza real entre dois tipos de ativos: moeda e *outros*. O canal de transmissão da política monetária se dá pela alteração da taxa de juros. Assim, por exemplo, uma política monetária contracionista reduz a oferta de moeda e eleva a taxa de juros, induzindo os agentes a demandar títulos e não moeda. Por outro lado, a elevação da taxa de juros nominal – e, no âmbito dos modelos *fix-price*, a taxa de juros real – reduz o investimento privado e, portanto, a demanda agregada da economia.

Ressalte-se que essa visão baseia-se em dois pontos principais: a existência de um ativo bem definido (moeda) e a total exogeneidade da oferta de moeda. Se existirem ativos “quase-moeda” remunerados, a eficácia da política de juros altos em reduzir a demanda de moeda será, obviamente, bastante diminuída dado que os agentes econômicos poderão auferir juros e demandar liquidez quase simultaneamente. Por outro lado, se os bancos conseguirem criar moeda com certa autonomia, a oferta de moeda se torna parcialmente endógena, dificultando a ação do banco central.

Cabe analisar aqui qual o papel do crédito nesse mecanismo de transmissão. Bernanke & Gertler (1995) ressaltam que o canal do crédito não é exata-

mente um mecanismo de transmissão da política monetária independente, e sim um canal que reforça o mecanismo tradicional. O canal do crédito se fundamenta na existência de imperfeições dos mercados financeiros, tais como a rigidez contratual e a assimetria de informações. Essas imperfeições podem implicar a criação de uma “cunha” entre os custos dos fundos captados externamente e o custo de oportunidade em utilizar recursos gerados internamente (por retenção de lucros). Como a fonte externa e interna deixam de ser substitutas perfeitas, cria-se um prêmio EFP (*external finance premium*) a ser pago pela empresa ao financiar-se externamente.

A partir do trabalho pioneiro de Stiglitz & Weiss (1981), admite-se que os mercados de crédito são caracterizados pela assimetria de informações, posto que o tomador de recursos inevitavelmente tem melhores informações sobre seus rendimentos futuros que o emprestador.<sup>10</sup> Para compensar a assimetria, existe um prêmio financeiro, o EFP, que reflete, entre outras coisas, o custo que o emprestador tem em coletar, avaliar e monitorar informações. De acordo com esse enfoque, a política monetária afetaria não somente o nível da taxas de juros, mas também o tamanho do EFP. Uma mudança na política monetária modifica esse prêmio financeiro de duas formas: ao alterar a relação entre ativos e passivos no balanço dos demandantes de crédito (*balance sheet channel*) e ao afetar a oferta de crédito dos bancos (*bank lending channel*).

O canal do balanço (*balance sheet channel*) baseia-se na suposição de que o EFP com o qual o tomador de recursos se defronta depende de sua posição financeira. Quanto maior sua riqueza líquida – a soma de seus ativos líquidos<sup>11</sup> – menor deverá ser o EFP. Uma posição financeira mais sólida reduz o potencial conflito de interesses entre o tomador e o emprestador de recursos, seja porque uma parcela maior do projeto de investimento é financiada com recursos próprios, seja porque há maior garantia na forma de colaterais aos empréstimos. Assim, alterações na “qualidade” do balanço das empresas refletiriam em seu EFP e no seu acesso ao crédito, afetando suas decisões de gasto e investimento.<sup>12</sup>

10 Na versão mais difundida dos modelos de racionamento de crédito, a informação imperfeita transpõe-se ao fato de que o tomador de recursos sabe qual o retorno esperado e o risco – a distribuição de probabilidades de sucesso – envolvido especificamente em seu projeto, enquanto o banco só conhece o retorno médio: “We initially assume that the bank is able to distinguish projects with different mean returns, so we will at first confine ourselves to the decision problem of a banking facing projects having the same mean return. However, the bank cannot ascertain the riskiness of a project”. [Stiglitz & Weiss (1981, p. 230)].

11 Ativos líquidos são aqueles que, dada a existência de mercados secundários organizados, possam ser rapidamente transformados em moeda ao preço de mercado.

12 Há vários trabalhos que exploram as implicações das alterações na posição financeira das empresas em suas decisões de investir em ativos fixos e estoques. Ver, por exemplo, Carpenter et al. (1994).

A condução da política monetária, ao alterar as taxas de juros, afeta a posição financeira das empresas. Por exemplo, uma política monetária restritiva afetará o balanço das empresas basicamente de duas formas; se o tomador de recursos tiver contratado uma dívida a taxas de juros flutuantes, uma elevação da taxa de juros decorrente da política monetária aumentará o dispêndio com o pagamento de juros ao mesmo tempo em que reduzirá o valor presente dos fluxos de caixa decorrentes do investimento.<sup>13</sup> Além disto, a elevação dos juros está freqüentemente associada a uma queda no preço dos ativos, o que acaba por comprometer os colaterais. Mais ainda, se em decorrência da política monetária houver uma redução do consumo, ocorrerá uma redução da receita das empresas, ao passo que os custos permanecerão inalterados no curto prazo. Nesse caso, estaria caracterizado um efeito indireto da taxa de juros sobre a posição financeira das empresas. Em todos os casos anteriores, o canal do crédito amplifica os efeitos da política monetária, elevando (ou reduzindo) a fragilidade financeira e, desta forma, a capacidade de investimento das firmas. Bernanke & Gertler (1995, p. 38-39) avaliaram empiricamente o impacto de uma política monetária contracionista e concluíram que algo em torno de 40% da redução dos lucros – com seus impactos sobre a posição financeira das empresas – é explicado pelo maior dispêndio com o pagamento de juros.

Tendo em vista esse canal e analisando o papel das variações da taxa de juros em decorrência de mudanças na política monetária, Kneeshaw (1995) concluiu que as políticas monetárias seguidas pelos países industrializados após 1989 influenciaram de forma incerta as taxas de juros e conseqüentemente os preços dos ativos. Isto foi decorrência do papel central das expectativas dos agentes econômicos e dos movimentos por elas induzidos nos mercados financeiros, que acabam por afetar negativamente a eficácia da política monetária, deixando em aberto os efeitos sobre o nível de demanda agregada.

No canal do crédito bancário (*bank lending channel*), a política monetária afeta o EFP pela mudança na oferta de crédito, em especial a disponibilidade de empréstimos dos bancos comerciais. Desta forma, uma redução na oferta de crédito bancário, relativamente a outras formas de captação, deverá elevar o EFP, diminuindo o nível de atividade.

Por esse canal, se, por exemplo, a autoridade monetária vende títulos no mercado aberto, a redução nos depósitos dos bancos comerciais os levaria

13 Há uma discussão subjacente que trata da suposta neutralidade da elevação da taxa de juros. De fato, a piora da posição financeira do devedor é compensada por uma melhora da posição do credor. Do ponto de vista macroeconômico, esta redistribuição não será neutra se houver alguma assimetria entre os agentes no que se refere ao acesso aos mercados de crédito e às oportunidades de investimento. Para uma análise do ponto em questão, ver Bernanke & Gertler (1995).

a contrair seus empréstimos, detonando o mecanismo de transmissão. Uma crítica a esse enfoque fundamenta-se no fato de que se os bancos forem capazes de repor suas perdas captando recursos de formas alternativas – tais como a emissão de certificados de depósito bancário (CDB) –, <sup>14</sup> a oferta de crédito dos bancos não será alterada pela política monetária. Esse argumento foi defendido por Romer & Romer (1990) que, ao suporem que não havia diferença de custos na captação por meio de depósitos à vista e via CDBs – tratando-os como substitutos perfeitos –, argumentaram que os bancos conseguiam evitar maior restrição e manter sua oferta de crédito. Contudo, se os bancos perceberem que os custos associados à emissão de CDBs são diferenciados, a conclusão será bastante distinta. Note-se que, a despeito das recentes reformas e inovações financeiras, a demanda por ativos financeiros bancários não é perfeitamente elástica. Há várias razões para esse constatação, tais como o fato de que esses ativos não necessariamente estão cobertos de risco, o que implica custos de avaliação e monitoramento. Assim, existe um custo marginal crescente na emissão de CDBs, o que equivale a dizer que a taxa de juros paga pelos papéis será uma função crescente de seu volume. O canal do crédito bancário não exige que os bancos sejam incapazes de repor suas perdas em depósitos à vista, bastando somente que em resposta a esta queda os bancos comerciais sejam forçados a incorrer em custos mais elevados de captação de recursos. O aumento de custo dos bancos levará a uma redução na oferta de crédito, constringendo as firmas que sejam dependentes desse crédito e elevando o EFP.<sup>15</sup>

Cabe ressaltar que a relevância dos canais de crédito na transmissão da política monetária está associada à capacidade das autoridades monetárias de controlar a concessão de crédito. Bondt (1999) realizou uma análise comparativa dos impactos dos canais de crédito para um grupo de países da OCDE e encontrou evidências estatísticas de que esse canal é importante, ao menos na Alemanha e na Itália.

Miron et al. (1994) buscaram avaliar, com base em séries temporais, a importância do canal de crédito como mecanismo de transmissão monetária nos EUA. Embora não tenham conseguido comprovar empiricamente a relevância do canal do crédito, os autores demonstraram que um aumento dos empréstimos como fração dos ativos bancários, bem como um aumento das reservas requeridas na emissão de passivos bancários, tais como CDBs, eleva a importância do canal de crédito. Da mesma forma, a rele-

<sup>14</sup> Até o início dos anos 1980, isto efetivamente ocorreu nos EUA, onde a “Regulation Q” imposta pela receita federal estabeleceu um teto para as taxas de juros nominais pagas pelos bancos comerciais. Esse fator foi importante para acelerar o processo de desintermediação financeira.

<sup>15</sup> Ver, por exemplo, Bernanke & Gertler (1995, p.41) e Kashyap & Stein (1994, p.234-237).

vância do canal se eleva quando as empresas se financiam mais via crédito bancário ou quando cresce a participação percentual dos investimentos feitos por pequenas e médias empresas.

Sobrinho (2003) avaliou as evidências do canal de crédito bancário no Brasil por meio de uma análise descritiva e testes econométricos, utilizando dados agregados de crédito após 1994. Ao avaliar os impactos da política monetária no mercado de crédito e sobre a economia real, o autor conclui que, a despeito da baixa proporção entre o crédito e o PIB comparativamente a outros países, as relações entre os principais indicadores do mercado de crédito, política monetária e economia real são compatíveis com os resultados previstos pela teoria. A análise econométrica avalizou essa evidência, na medida em que as funções de resposta aos impulsos baseadas em preço e quantidades confirmaram a relação entre o crédito e a economia real.

#### **4. A Securitização e as Implicações para a Política Monetária**

Como foi visto, uma política monetária contracionista pode, pelo canal do crédito bancário, reduzir a oferta de crédito dos bancos. Simultaneamente, pelo canal do balanço, a mesma política leva a uma piora nos balanços das firmas e dos bancos comerciais, também justificando o crédito mais caro e escasso. Em termos práticos, é extremamente difícil separar os efeitos dos dois canais na contração do crédito, razão pela qual é usual referir-se somente ao *canal do crédito*.

O núcleo do argumento do canal de crédito pode ser expresso por intermédio de duas proposições básicas. Primeiramente, que a política monetária possa alterar a oferta de crédito bancário. Esse argumento já foi discutido previamente. Em segundo lugar, e mais relevante para a presente discussão, a proposição diz respeito à possibilidade de os gastos de um grupo de tomadores dependerem do crédito bancário. Admitindo-se que os efeitos da política monetária são amplificados pelo canal do crédito, se, em decorrência do processo de securitização, as empresas passarem a se financiar por meio do mercado de capitais, a importância do canal obviamente se reduzirá e, desta forma, a própria política monetária perderá eficácia.

Neste sentido, um aspecto muito importante é saber se uma contenção monetária afeta as empresas distintamente. Gertler & Gilchrist (1994) encontram profundas diferenças de comportamento entre as grandes e as pe-



quenas empresas. Analisando o comportamento das empresas frente a uma contração monetária, os autores concluíram que as grandes firmas têm a facilidade de acesso ao mercado de capitais e costumam responder antecipadamente ao declínio de seus fluxos de receita, elevando o seu endividamento de curto prazo pela emissão de *commercial papers*. Isto significa que essas firmas têm, ao menos no curto prazo, a possibilidade de manter seus níveis de produção e emprego inalterados, a despeito do maior custo dos juros e das menores receitas. Em contraste, as pequenas firmas – que, com raras exceções, não têm acesso ao mercado de capitais – respondem ao aperto monetário por meio da diminuição da produção, com a consequente redução em seus estoques.

A Tabela 2, reproduzida de Kashyap & Stein (1994, p. 231), apresenta em maiores detalhes a estrutura de financiamento das empresas norte-americanas nas últimas décadas. Os autores dividiram as empresas em três categorias: pequenas, médias e grandes, com ativos abaixo de US\$ 25 milhões, com ativos entre US\$ 25 milhões e US\$ 1 bilhão e com ativos acima de US\$ 1 bilhão, respectivamente.

Como se pode observar, refletindo a tendência a securitização, os bancos perderam uma parcela substancial nos financiamentos de curto prazo. No período 1973–74, os bancos respondiam por 78,8% dos recursos de curto prazo, enquanto no período de 1991–94 o percentual caiu para 44,9%. Contudo, a perda do mercado de curto prazo se dá essencialmente pela alteração no comportamento das grandes empresas. Os *commercial papers* que correspondiam a 26,1% das dívidas de curto prazo dessas empresas passaram a responder por 62,8% dos recursos. As médias empresas, embora apresentando um significativo aumento percentual na emissão desses papéis, permanecem dependentes do crédito bancário. Embora não estejam disponíveis, os da-

TABELA 2

**Estrutura de Financiamento**

(Em %)

Dívida Bancária/Dívida Total	1973-74				1991-94			
	Total	Grande	Média	Pequena	Total	Grande	Média	Pequena
Curto Prazo	78,8	64,9	93,1	84	44,9	22,8	77,0	82,9
Longo Prazo	24,6	17,1	36,1	43,3	31,2	21,1	51,7	59,3
Total	34,4	23,4	49,8	55,3	33,0	21,3	54,9	65,5
<b>Commercial Paper como % da</b>								
Dívida de Curto Prazo	12,7	26,1	2,1	1,7	N.D.	62,8	6,9	N.D.
Dívida de Curto Prazo Não-Bancária	59,7	73,4	31,0	10,4	N.D.	81,3	30,1	N.D.
Total da Dívida	2,3	3,4	0,5	0,5	N.D.	7,5	0,9	N.D.
Total da Dívida Não-Bancária	3,5	4,5	1,0	1,1	N.D.	9,6	1,9	N.D.

dos para as pequenas empresas não devem, pelas razões expostas, apresentar maiores diferenças. Os autores ressaltam que esses dados podem estar sobrestimando a extensão da desintermediação, porque aproximadamente 8% dos papéis são garantidos por cartas de crédito de bancos comerciais. Nestes casos, os bancos ainda deteriam os riscos dos créditos.

Como os bancos permanecem a principal fonte de crédito intermediado, se, por alguma razão, o fluxo de crédito bancário for interrompido, aquelas empresas (pequenas e médias) que têm pouco acesso ao mercado de capitais serão fortemente atingidas. Mesmo supondo que elas obtenham crédito em outras instituições, haverá um maior custo associado ao estabelecimento dessa nova relação de crédito.

Cabe notar que se a tendência das grandes empresas de se financiarem no mercado de capitais permanecer, esse fato poderá ter uma importante consequência para a composição da carteira dos bancos. Em geral, essas empresas são aquelas que apresentam a melhor posição financeira e conseqüentemente pagariam o menor EFP. Se elas fogem do maior custo do crédito intermediado, resta aos bancos operar com as firmas mais frágeis, piorando a qualidade de seus portfólios.<sup>16</sup>

As considerações anteriores têm seu foco centrado nos reflexos do processo na demanda de crédito. Há, contudo, implicações sobre a oferta de crédito. Um ponto destacado por Bondt (1999) é que o entendimento da oferta de crédito bancário passa pela noção de que os ativos não são substitutos perfeitos. Com base em três ativos básicos (moeda, títulos e empréstimos), é possível compreender como a política monetária afeta os ativos bancários (empréstimos) e seus passivos (depósitos). Se, do ponto de vista dos bancos e dos demandantes de crédito, não há um substituto perfeito para os empréstimos bancários, isto significa que *determinados tipos de gastos só acontecerão se forem financiados desta forma*. Se a política monetária induzir os bancos a ajustar suas reservas, forçando-os a expandir/contrair seus empréstimos, isto implicará a ampliação/redução de determinados gastos que estão vinculados a esse tipo de financiamento.

Aqui também o processo de securitização implica modificações porque, como se viu, a constituição de títulos com base em ativos bancários se tornou rotina na administração de balanços dos bancos, o que significa que os bancos, ao securitizar parte de seus ativos, estão obtendo liquidez e disponibilizando recursos para novas operações, independentemente da política

---

<sup>16</sup> Este fenômeno, e suas implicações para o aparelho regulatório, já dá sinais de estar ocorrendo em algumas economias desenvolvidas. Ver The Economist (1999, p. 9-10).

monetária praticada. Assim, uma política monetária restritiva poderia ter sua eficácia reduzida caso os bancos permanecessem gerando liquidez por meio da securitização.

Há outro argumento que se relaciona às possibilidades de o processo de securitização substituir o papel hoje exercido pelos bancos comerciais. Admitindo-se que todos os indivíduos preferem liquidez, seja porque podem decidir consumir sua riqueza, seja porque é uma forma eficiente de se resguardar da incerteza, há sinergias entre captar depósitos à vista e fazer empréstimos. Note-se que os bancos comerciais exercem um importante papel de “transformadores de liquidez”, na medida em que captam depósitos à vista – satisfazendo as necessidades de liquidez do público – e investem em projetos com distintos prazos de maturação. Se essa sinergia for insubstituível, seria mantida a importância do canal de crédito para a política monetária.<sup>17</sup>

Embora ressaltando um ponto importante (a preferência pela liquidez), o argumento anterior minimiza a possibilidade de um pleno desenvolvimento do mercado de capitais, em especial o desenvolvimento de mercados secundários que garantam liquidez aos papéis. Mais ainda, na medida em que os contratos de crédito forem homogeneizados, retirando-se sua singularidade, será possível agregá-los em “pacotes” e vendê-los a poupadores institucionais, que poderão repassá-los, por um sistema de cotas, à poupadores individuais. Há, como já se discutiu, algumas importantes dificuldades nesta tendência, em especial aquelas relacionadas à variação no preço desses ativos e à insegurança oriunda da *crise subprime*.

## 5. Comentários Finais

O desenvolvimento recente dos mercados financeiros implicou maior interdependência desses mercados, limitando o raio de ação das políticas nacionais, que são obrigadas a compatibilizar distintos objetivos econômicos com a estabilidade da taxa de câmbio, sob pena de volatilizarem os fluxos de capitais de curto prazo. A eficácia das políticas monetárias está, neste contexto, associada às expectativas dos agentes econômicos quanto à credibilidade das metas objetivadas. A argumentação anterior deixa claro que as condições atuais favorecem a instabilidade cambial e financeira. Por exemplo, nos países que operavam com câmbio fixo, a credibilidade quanto à manutenção da taxa de câmbio era vulnerável às avaliações do mercado. Se as expectativas divergissem, geravam-se movimentos de flu-

---

<sup>17</sup> Ver, entre outros, Diamond (1991).

xos de capitais decorrentes dos distintos rendimentos esperados, obrigando as autoridades monetárias a intervir nos mercados cambiais.

Neste contexto, este trabalho discutiu em que medida as recentes mudanças nos sistemas financeiros internacionais, decorrentes da maior liberalização dos fluxos de capitais e da desintermediação financeira, resultaram em uma aproximação do modelo de financiamento via mercado de capitais e conseqüente perda de importância dos sistemas nacionais de crédito. Até o presente, os estudos concluem que, embora haja uma tendência de crescimento dos mercados de títulos, não há evidências que tornem possível afirmar que os sistemas de crédito tenham perdido importância, nem ao menos nas economias dos países industrializados. Os estudos empíricos realizados por Borio (1995) e Scholtens (1997) revelaram que os sistemas financeiros nacionais são singulares e resultado de diversos fatores histórico-institucionais. Por outro lado, a recente tendência das firmas bancárias, de utilizar a securitização de ativos como forma de obter liquidez e liberar recursos para novas operações, cria uma dinâmica que mescla a emissão de títulos e a concessão de empréstimos, tornando a dicotomia clássica em grande parte superada. O canal do crédito permanece relevante porque, embora tenha se acelerado nos últimos anos, em especial como forma dos bancos flexibilizarem seus portfólios, a desintermediação não implica necessariamente a superação dos sistemas de crédito.

Em seguida, foi analisado como as imperfeições de mercado desempenham um papel importante na propagação dos efeitos da política monetária ao afetarem o balanço das empresas e a oferta de crédito bancário. Uma contração monetária deteriora o balanço da firma, pois uma elevação da taxa de juros reduz os fluxos de caixa líquidos esperados pelos tomadores de crédito (rendimentos esperados menos juros) e reduzem o valor dos ativos colaterais. Se, de um lado, a redução dos fluxos de caixa e dos valores dos ativos implicaria uma redução dos gastos, de outro lado, a deterioração dos ativos levaria a uma contração da oferta de crédito, ambos efeitos refletindo-se sobre o nível de demanda agregada.

Além disto, discutiu-se quais as possíveis conseqüências destes movimentos para a política monetária. A possibilidade do aprofundamento e da ampliação da desintermediação financeira, levando as empresas a buscarem o mercado de capitais, reduziria o papel exercido pelo canal de crédito como mecanismo de transmissão da política monetária. Contudo, as avaliações mais recentes destacam que a desintermediação ainda é um padrão de financiamento distante das pequenas e médias empresas. Assim, embora o canal de crédito possa ter perdido importância à medida que as grandes

empresas passaram a utilizar o mercado de capitais, ele não deixou de ser relevante, posto que as menores empresas permanecem dependentes do crédito bancário.

Por fim, deve-se ressaltar que a crescente ampliação da crise norte-americana oriunda das hipotecas *subprime* revelou uma série de práticas nos processos de securitização que, certamente, deturpavam as informações, potencializando a instabilidade financeira. Os fatos mais recentes indicam um consenso sobre a necessidade de maior regulação prudencial sobre as instituições financeiras, como forma de corrigir as imperfeições e inibir a emissão indiscriminada de títulos. Embora ainda seja muito cedo para avaliar os impactos da crise, estes novos fatores devem limitar o crescimento do mercado de capitais, reforçando o papel dos tradicionais sistemas de crédito.

## Referências

- ARANOVICH, S. & PEREIRA, T. R. “Derivativos de crédito: uma introdução ao instrumento financeiro e potenciais usos”. *Revista do BNDES*, v. 10, n. 20, p. 155-172, dez. 2003.
- BERNANKE, B & GERTLER, M. “Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission”. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, p. 27-48, 1995.
- BLANCHARD, O. & FISCHER, S. *Lectures on macroeconomics*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1989.
- BONDI, G. J. “Credit channels in Europe: a cross country investigation”. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, v. LII, n. 210, p. 296-326, Roma, set. 1999.
- BORIO, C. “The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: A cross-country comparison.” *Bank of International Settlements Working Paper 24*. Basileia: BIS, abr. 1995.
- CARPENTER ET AL. “Inventory (dis)investment, internal finance fluctuations and the business cycle”. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, p. 75-138, 1994.
- CARVALHO, F. C. *Mr. Keynes and the post-keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.
- CARVALHO, F. “Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basileia”. In: SOBREIRA, R. (org). *Regulação financeira e bancária*. São Paulo: Atlas, 2005.

- CASTRO, L. B. “Regulação financeira – discutindo os acordos da Basiléia”. *Revista do BNDES*, v. 14, n. 28, p. 277-304, dez. 2007.
- DIAMOND, D. “Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt”. *Journal of Political Economy*, 99 (4) p. 689-721, 1991.
- EUROPEAN SECURITY FORUM. *ESF securitization data report Q1-2008*. Disponível em: <[http://www.europeansecuritisation.org/Market\\_Standard/ESF%20Securitisation%20Data%20Report%202008-Q1.pdf](http://www.europeansecuritisation.org/Market_Standard/ESF%20Securitisation%20Data%20Report%202008-Q1.pdf)>.
- FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION. *FIDC Outlook*, outono, 2006. Disponível em: <<http://www.fdic.gov/bank/analytical/regional/ro20063q/na/t3q2006.pdf>>.
- GERTLER, M. & GILCHRIST, S. “Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms”. *Quarterly Journal of Economics*, 109, p. 309-340, maio, 1994.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Global financial stability report*. Washington, abr. 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/index.htm>>.
- KASHYAP, A. & STEIN, J. “Monetary policy and bank lending”. In: MANKIW, N. G. (ed). *Monetary policy*. Chicago: National Bureau of Economic Research, University of Chicago, 1994 (Studies in Business Cycles, 29).
- KNEESHAW, J. T. “A survey of non-financial sector balance sheets in industrialized countries: implications for the monetary policy transmission mechanism”. *Bank of International Settlements Working Paper 25*. Basiléia: BIS, abr. 1995.
- KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. Nova York: Harcourt Brace & Company, 1936.
- KREGEL, J. “Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia da políticas nacionais”. *Economia e Sociedade*, Campinas (7), p. 29-49, dez. 1996.
- MELTZER, A. “Monetary, credit and (other) transmission processes: a monetarist perspective”. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, p. 49-72, outono, 1995.
- MIRON, J. et al. “Historical perspectives on the monetary transmission mechanism”. In: MANKIW, N. G. (ed). *Monetary policy*. Chicago: National Bureau of Economic Research, University of Chicago, 1994 (Studies in Business Cycles, 29).

- PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS. *PWGFM Report*, 1999, p. 29.
- ROMER, C. & ROMER, D. "New evidence on the monetary transmission mechanism". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, p. 149-214, 1990.
- SCATIGNA, M. & TOVAR, C. "Securitization in Latin America". *BIS Quarterly Review*, p. 71-82, set. 2007.
- SCHOLTENS, B. "Bank and market-oriented financial systems: fact or fiction?" *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, v. L, n. 202, p. 301-323, Roma, set. 1997.
- SOBRINHO, N. F. S. *Uma avaliação do mercado de crédito no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, 2003.
- STIGLITZ, J. E. & WEISS, A. "Credit rationing in markets with imperfect information". *American Economic Review*, 71 (3), p. 393-410, 1981.
- TAYLOR, J. "The monetary transmission mechanism: an empirical framework". *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, p. 11-26, outono, 1995.
- THE ECONOMIST. "A survey of international banking", 17 de abril, 1999.
- TORRES FILHO, E. T. "Entendendo a crise subprime". *Visão do Desenvolvimento*, n. 44, 18 de janeiro de 2008. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/visao.asp>>.
- TORRES FILHO, E. T. & BORÇA JR., G. R. "A crise subprime ainda não acabou". *Visão do Desenvolvimento*, n. 50, 14 de julho de 2008. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/visao.asp>>.
- TRIFFIN, R. *Gold and the dollar crisis*. New Haven: Yale University Press, 1960.
- VAN GEMERT, H. & GRUIJTERS, N. "Patterns of financial change in the OECD area". *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, v. XLVIII, n. 190, p. 271-294, Roma, set. 1994.

